

2017年9月8日 全5頁

## Indicators Update

# 2017年4-6月期 GDP 二次速報

民間企業設備が下方修正、それでもなお前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）

経済調査部  
エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2017年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+4.0%、前期比+1.0%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.9%、前期比+0.7%）も下回った。
- 下方修正の主因は民間企業設備が大きく下方修正されたことであるが、それでもなお民間企業設備をはじめ個人消費、住宅投資、政府消費、公共投資といった主要内需項目が全て成長に寄与するという構図は一次速報から変わっておらず、過度に悲観する必要はないだろう。
- 総じてみると、今回の結果は、日本経済が緩やかながらも回復・拡大を続けていることを再確認させる内容であり、とりわけ外需主導から内需主導型の成長へと日本経済がシフトしつつあるという従来からの当社の見通しに変化はない。

※当社は、9/8（金）に「第194回 日本経済予測（改訂版）」の発表を予定している。

		2016				2017	
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.5	0.2	0.4	0.3	1.0	0.6
	前期比年率%	2.0	0.9	1.6	1.2	4.0	2.5
民間最終消費支出	前期比%	0.1	0.4	0.1	0.4	0.9	0.8
民間住宅	前期比%	3.2	2.8	0.2	1.0	1.5	1.3
民間企業設備	前期比%	1.4	▲ 0.3	2.0	0.5	2.4	0.5
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	前期比%	▲ 1.3	0.2	0.0	▲ 0.1	0.3	0.4
公的固定資本形成	前期比%	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 2.4	0.4	5.1	6.0
財貨・サービスの輸出	前期比%	▲ 0.9	2.1	3.1	1.9	▲ 0.5	▲ 0.5
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 1.2	▲ 0.2	1.4	1.3	1.4	1.4
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.4	▲ 0.2	0.1	0.2	1.3	0.9
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3
名目GDP	前期比%	0.2	▲ 0.0	0.5	▲ 0.1	1.1	0.7
	前期比年率%	0.7	▲ 0.1	2.1	▲ 0.4	4.6	3.0
GDPデフレーター	前年比%	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.4

(注1) 寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

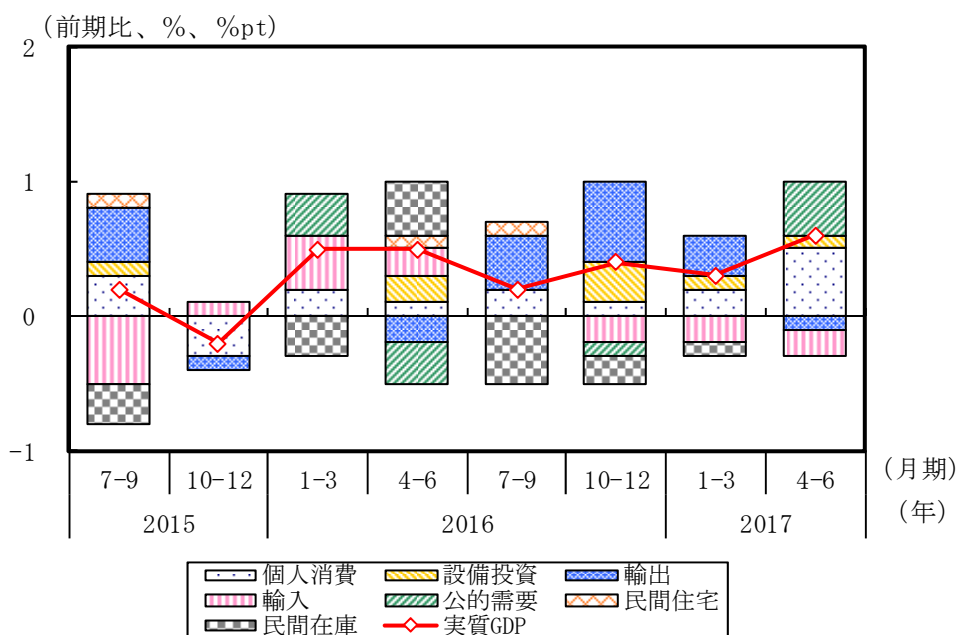
## 実質 GDP 成長率は一次速報から下方修正され、市場コンセンサスを下回る

2017年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+2.5%（前期比+0.6%）と、一次速報（前期比年率+4.0%、前期比+1.0%）から下方修正され、市場コンセンサス（前期比年率+2.9%、前期比+0.7%）も下回った。下方修正の主因は民間企業設備が大きく下方修正されたことであるが、それでもなお民間企業設備をはじめ個人消費、住宅投資、政府消費、公共投資といった主要内需項目が全て成長に寄与するという構図は一次速報から変わっておらず、過度に悲観する必要はないだろう。総じてみると、今回の結果は、日本経済が緩やかながらも回復・拡大を続けていることを再確認させる内容であり、とりわけ外需主導から内需主導型の成長へと日本経済がシフトしつつあるという従来からの当社の見通しに変化はない。

## 民間企業設備の下方修正が全体を押し下げ

一次速報からの主な改定内容を需要項目別に見ると、設備投資が大きく下方修正されたほか、民間最終消費支出、民間住宅、民間在庫変動などが僅かに下方修正された一方、公的固定資本形成や政府消費は上方修正された。

### 実質 GDP と需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

民間設備投資は法人企業統計の結果などを受けて、前期比+0.5%（一次速報：同+2.4%）と大幅に下方修正された。形態別総固定資本形成の推移を確認すると、住宅やその他の建物・建築物の伸び率が高く、好調な住宅投資や公的資本形成の動きと軌を一にしている。他方で今まで好調を続けてきた輸送用機械の伸びはマイナスに転じ、その他の機械設備等や知的財産生産物の伸び率は緩やかなものにとどまっている。

民間最終消費支出は、主に6月分の基礎統計を反映して前期比+0.8%（一次速報：同+0.9%）と、小幅に下方修正された。これは、「耐久財」「非耐久財」が小幅に下方修正されたことによる。

在庫投資は前期比寄与度▲0.0%ptと一次速報（同+0.0%pt）から僅かに下方修正された。形態別の寄与度を見ると、「仕掛品」が僅かに下方修正されている。公的固定資本形成は基礎統計の直近値が反映され、前期比+6.0%（一次速報：同+5.1%pt）と上昇率を加速させた。輸出・輸入に関しては修正はない。他の項目については、民間住宅が小幅に下方修正、政府最終消費が小幅に上方修正となったものの、GDP全体への影響は限定的なものにとどまった。

### 需要項目別動向：成長の牽引役は外需から内需へ

2017年4-6月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、民間最終消費支出は前期比+0.8%（一次速報：同+0.9%）と、6四半期連続で増加した。景気拡大と人手不足を背景として雇用環境の改善が続いていることに加え、消費者マインドが改善したことなどが、個人消費の持ち直しに寄与した。

財・サービス別の動向を見ると、2009年以降消費を押し上げてきたエコカー減税・家電エコポイント制度や、消費増税前の駆け込みによる需要先食いの悪影響が緩和しつつある中、「耐久財（同+2.0%）」は6四半期連続の増加を記録したほか、「サービス（同+0.6%）」も12四半期連続の増加となり、堅調に拡大を続けている。加えて、「非耐久財（同+1.7%）」も5四半期ぶりに増加に転じた。他方、「半耐久財（同▲2.3%）」は前期に大きく増加した反動減が見られた。

住宅投資は前期比+1.3%（一次速報：同+1.5%）と、6四半期連続で増加した。住宅ローン金利の低下、相続税対策のための貸家建設の増加に加えて、1月から始まった東京オリンピック・パラリンピックの選手村建設が全体の押し上げに寄与している模様である。

民間企業設備投資は前期比+0.5%（一次速報：同+2.4%）、緩やかな拡大基調を維持した。好調な企業業績と世界経済の回復を背景に、設備投資の増加基調が維持されている。過去の輸出拡大等に伴う稼働率の上昇や、人手不足の深刻化が堅調な設備投資の推移の底流にあるとみられる。

民間在庫変動は前期比寄与度▲0.0%pt（一次速報：同+0.0%pt）と、横ばい圏での推移となっている。原材料在庫の寄与度は同+0.3%ptとなったのに対し、仕掛品在庫の寄与度は同▲0.0%pt、製品在庫の寄与度が同▲0.2%pt、流通品在庫の寄与度は同▲0.1%ptであった。

公的固定資本形成は前期比+6.0%（一次速報：同+5.1%pt）と、ここにきて大幅に伸びが加速しており、2016年度補正予算の執行等が進展しているとみられる。政府消費については同+0.4%（一次速報：同+0.3%）と、均して見れば増加傾向が継続した。

輸出は前期比▲0.5%（一次速報：同▲0.5%）と、4四半期ぶりに減少となった。4-6月期の貿易統計を見ると、EU向け輸出は増加したものの、米国向け輸出は一進一退が続いており、こ

これまで増加基調にあった IC に一服感が見られたこと等からアジア向け輸出が減少し、全体を押し下げた。一方、国内需要の持ち直しなどを背景に輸入は同+1.4%（一次速報：同+1.4%）と、3 四半期連続で増加した。この結果、外需は前期比寄与度▲0.3%pt と、7 四半期ぶりのマイナス寄与となった。

### 内需主導の拡大軌道継続。外需にはさらなる悪化のリスクも

先行きの日本経済は、基調として緩やかな拡大傾向が続く見込みである。個人消費を中心とした内需は拡大傾向が続くと同時に、世界経済の拡大を背景とした底堅い外需が日本経済の成長を支えるだろう。ただし、共産党大会後の中国経済の減速懸念や地政学的リスクの高まりなど、外需の下振れリスクには警戒が必要である。また、Fed の金融引締めに伴う米国経済の減速や、新興国からの資金流出なども危惧される。成長の牽引役として期待されるのは総じて内需項目であり、今までの外需牽引型の成長からのシフトが発生している公算が大きい。

まず、個人消費は緩やかながら拡大基調が続くと見込んでいる。労働需給のタイト化が進んでおり、これが雇用者報酬の増加を通じて個人消費を下支えするとみられる。ただし、人手不足に伴う賃金上昇を、さらなる賃金カーブのフラット化や残業削減によって企業が相殺する方向へ動いた場合、雇用者報酬の増加および消費拡大のペースが鈍る可能性には注意を払っておく必要がある。

住宅投資の増勢は一服し、高原状態から緩やかに減速するとみている。低水準で推移する住宅ローン金利は引き続き住宅投資の下支え要因となろう。しかし、2017 年 4 月に予定されていた消費税増税前の駆け込み需要を見込んだ都市部のマンションを中心とした住宅着工は今後減少に向かう公算が大きく、それに遅れる形で住宅投資も減少し始めるとみている。相続税対策等の押し上げ効果の反動にも警戒が必要だ。

設備投資は緩やかな増加を予想する。製造業においては、世界経済の回復がもたらす輸出拡大により稼働率は上昇傾向にある。ただし、世界経済の先行き不透明感が強まる場合には、企業の設備投資マインドが冷え込む可能性があることには注意が必要だ。一方、増加トレンドにある研究開発投資については、今後も設備投資の押し上げ要因になるだろう。また、非製造業を中心として、人手不足に対応した合理化・省人化投資は息の長い拡大基調を維持するとみている。

公共投資については、2016 年度補正予算の執行などにより、当面は持ち直しの動きが見られるだろう。

輸出に関しては、海外経済が緩やかな成長を続ける中、底堅く推移するとみている。米国向け輸出に頭打ち感は見られるものの、EU 向けの輸出は引き続き底堅く推移しよう。アジア向けは当面、最終需要地である米国向け製品の部材等を中心に軟調な推移が懸念されるが、他方で中国内需を対象とした電子部品などの輸出は堅調な推移が維持される見込みであり、中国以外のアジア向け輸出の落ち込みを相殺する見通しである。

ただし、外需に関しては下振れリスクに警戒が必要である。米国では、Fed が金融引締めを着実に実行し続けている。既に日本の米国向け輸出の主力製品である乗用車の需要にピークアウト感が見られる中、金融引締めが米国経済の下押し圧力となる可能性がある。また、Fed の金融引締めに伴う新興国からの資金流出の加速も危惧される。一方、中国経済については、2017 年秋の共産党大会までに大きく減速する可能性は低いものの、その後はこれまでの政策対応で上振れした需要の反動が景気を下押しするリスクがある。さらに、緊迫する北朝鮮情勢を背景とした地政学的リスクの高まりにも警戒が必要であろう。メインシナリオとして世界経済は緩やかな成長を続けるとみているが、世界経済の先行き不透明感が強まることとなれば、輸出減速を通じて日本経済を下押しするリスク要因となるだろう。